

我们距离 5.5%，还有多远的路要走？

报告日期：2022-05-17

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_暗夜或已过，黎明即将到来》2022-01-18
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_弱现实不改强预期——1 月 PMI 点评》2022-01-30
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_现实弱改善，预期仍偏强——2 月 PMI 点评》2022-03-01
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

主要观点：

● **事件：**2022 年 4 月工业增加值单月同比-2.9%（预期 1.1%）、累计同比 4.0%，社零 4 月单月同比-11.1%（预期-5.9%）、累计同比-0.2%，固定资产投资累计同比 6.8%（预期 6.5%）。其中，房地产、制造业、基建投资累计同比分别为-2.7%、12.2%和 8.26%。

● 一、工业生产增速转负，服务景气大幅下行

1、**工业生产 2020 年 3 月以来首次出现负增，4 月下滑 2.9%，环比季调大幅不及季节性**，与疫情造成的工业生产受阻有关，出口对工业生产也造成拖累。分行业看，中游制造业和下游消费业下滑幅度较大，多数中下游行业 4 月工业增加值同比增速跌为负值。疫情冲击下，汽车产销量同比下滑近 50%。

2、**受疫情冲击、地产销售低迷等影响，服务业景气大幅下行**。4 月服务业生产指数同比大幅下滑 6.1%，较前值回落 5.2 个百分点，应主要受疫情和地产拖累。

● 二、固定资产投资：地产行将见底，剔除基数效应的制造业投资偏弱，基建增速有所放缓。

4 月固定资产投资累计同比较 3 月下滑了 2.5 个百分点至 6.8%，三年复合平均增速 4.73%，连续两个月回落。

1) **地产：**投资回落、拿地销售开竣工跌幅扩大；融资端资金压力缓解效果仍不明显但出现积极信号；需求端政策加快出台但效果取决于居民加杠杆空间和能。

2) **制造业：**高端制造业景气度较高，汽车分项拖累较大。

3) **基建：**基建投资持续发力，Q2 仍落在 7%-9% 区间。

● 三、消费和就业：疫情重创消费，失业率大幅上行、就业落实进度与 2020 年相近。

1) **消费方面**，4 月疫情由 3 月的多点扩散转向局部聚集，消费意愿低迷对消费分项拖累较大，结构上必选优于可选、地产后周期受创较重。我们认为后续促消费政策应更注重扭转疫情下的高储蓄低消费态势，做好精准刺激，释放消费潜能。

2) **就业方面**，城镇调查失业率较前值上升 0.3 个百分点至 6.1%，连续两个月高于全年失业率目标。我们测算 1-3 月城镇新增就业/城镇当年就业为 21.1%、落后于去年同期的 23.4%，整体节奏与 2020 年更相近。往后看，疫情扰动叠加高校毕业生季的到来，二、三季度失业率将继续承压。

● 四、我们距离 5.5%，还有多远的路要走？

1.根据 4 月月度数据，采用生产法预测二季度 GDP 同比为 2.1%左右

我们采用生产法测算二季度 GDP 同比。基准假设是 4 月参考已知月度数据，5 月逐步向疫情前回归，6 月基本回到略低于疫情前的增速（但房地产仍低迷），经时间和产业加权后，得到**二季度 GDP 同比为 2.1%左右**。

2.分地区法测算疫情对 Q2 GDP 的冲击约为 1.6 个百分点

4 月全国确诊病例为 65486 例，5 月、6 月预计为 6000、3000 例，我们根据确诊病例和 GDP 的映射关系测算疫情对各省 Q2 的冲击，并按 GDP 加权，同时假设 3 月、4 月疫情对下月造成次生冲击，得到**疫情对 Q2 的冲击约 1.6 个百分点**。以 4.5%-5.0%为基准，则加上一个 1.6 个百分点的向下

冲击，Q2 当季 GDP 同比落在 2.9%-3.4%。

3.我们距离 5.5%的增速，还有多远的路要走？

1) 若以生产法测算为基准，即 4 月数据较差，5-6 月稳步恢复，则二季度 GDP 同比 2.1%，全年完成 5.0%的增速需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 6.3%-6.4%左右，实现 5.5%需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 7%以上，需要付出极大努力。

2) 若以分省测算为基准，即疫情对二季度 GDP 拖累大概 1.6 个百分点左右，二季度 GDP 同比落在 2.9%-3.4%，这里取二季度 GDP 同比 3.0%，则全年完成 5.0%的增速需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 5.9%左右，实现 5.5%需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 6.8%-6.9%，即实现 5.0%问题不大，但实现 5.5%仍要付出极大努力。

4.信用经济走弱，稳增长政策持续性将超预期

4 月信贷社融总量、结构均差，经济数据全面走弱，往后看，稳增长政策仍需继续加速加码，且持续性将超预期。维持此前判断：1) 货币政策方面，央行指出“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但同时关注物价稳定和海外货币政策，叠加美联储可能鹰派加息，预计国内短期全面降准降息较难，结构性政策将成主力，也有望通过压降存款利率的方式降低贷款利率，LPR 可能再下调。2) 房地产政策方面，在 429 政治局会议“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”的要求下，各地“花式松地产”，包括限售放松，利率下调，加大保障性安居工程建设等，预计后续“稳地产”政策将在供需端进一步加码。3) 财政政策方面，专项债更加前置、做好减税降费工作，增量工具安排方面特别国债、消费券等都是可选工具，将进一步做好扩基建、稳地产、稳外贸、促消费工作。

● 风险提示

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

正文目录

一、生产：工业生产增速转负，服务景气大幅下行.....	5
二、固定资产投资：地产行将见底，剔除基数效应的制造业投资偏弱，基建增速有所放缓。	6
三、消费和就业：疫情重创消费，失业率大幅上行、就业落实进度与 2020 年相近。	9
四、我们距离 5.5%，还有多远的路要走？	11
风险提示	14

图表目录

图表 1 工业增加值同比增速大幅下滑	6
图表 2 工业生产环比季调增速大幅走低	6
图表 3 地产基本面边际恶化	6
图表 4 地产融资未见改善	6
图表 5 居民生活和消费半径收缩，地产持续承压	7
图表 6 制造业投资小幅回落	8
图表 7 高端制造景气度较高，汽车承压	8
图表 8 基建投资小幅放缓	8
图表 9 基建投资仅水利一项环比提高	8
图表 10 疫情多点扩散冲击消费	9
图表 11 可选和必选消费持续分化，地产后周期受创仍重	9
图表 12 失业率持续上行	10
图表 13 高校和非高校群体就业状况均恶化	10
图表 14 小型企业用工形势较快恶化	10
图表 15 今年城镇就业进度接近于 2020 年	10
图表 16 “裁员”搜索量 4 月激增	11
图表 17 假设二季度疫情逐步受控的 GDP 增速预测	12
图表 18 预计 6 月疫情进入“常态化”	12
图表 19 上海疫情修复向好	12
图表 20 分省市测算疫情对二季度 GDP 冲击	13
图表 21 二季度 GDP 2.1% 情况下，年底达到 5.0% 对应的 Q1-Q4 经济增速	13
图表 22 二季度 GDP 2.1% 情况下，年底达到 5.5% 对应的 Q1-Q4 经济增速	13
图表 23 二季度 GDP 3.0% 情况下，年底达到 5.0% 对应的 Q1-Q4 经济增速	14
图表 24 二季度 GDP 3.0% 情况下，年底达到 5.5% 对应的 Q1-Q4 经济增速	14

一、生产：工业生产增速转负，服务景气大幅下行

1、工业生产 2020 年 3 月以来首次出现负增，4 月下月 2.9%，环比季调大幅不及季节性。分行业看，中游制造业和下游消费业下滑幅度较大，汽车受创最严重。

1) 疫情拖累下，工业生产同比增速下滑，环比季调大幅不及季节性。工业增加值同比增速衡量的是扣除价格变动因素影响后的工业生产实际增长速度。4 月工业增加值同比增长由正转负，下滑 2.9%，较前值回落 7.9 个百分点；累计同比增长 4.0%，较前值回落 2.5 个百分点。环比看，4 月工业增加值环比季调为-7%，低于去年同期的 0.52%，也低于过去四年同期均值的 0.47%（剔除 2020 年异常值），表明工业生产环比增速大幅不及季节性。工业增加值同比增速下滑，与疫情造成的工业生产受阻有关，高频指标看，4 月秦皇岛港煤炭库存量平均为 472 万吨，环比下降 6.1%；4 月粗钢产量同比下降 5.2%，螺纹钢产量周同比平均下降 15%；PTA 开工率较 3 月下月。出口对工业生产也造成拖累，4 月出口交货值当月同比下滑 12.7 个百分点至-1.9%，累计同比下滑 4.5 个百分点至 9.9%。

2) 分行业看，中游制造业和下游消费业下滑幅度较大，多数中下游行业 4 月工业增加值同比增速跌为负值。疫情冲击下，汽车产销量同比下滑近 50%。4 月中下游行业工业增加值当月同比较 3 月明显下降，中游的金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、铁路等运输设备制造业、电气机械制造业、计算机等电子设备制造业当月同比较前值分别回落 8.7、15.1、13.1、7.1、9.0、7.6 个百分点至-6.6%、-15.8%、-5.5%、-6%、1.6%、4.9%。下游的农副食品加工业、茶酒饮料制造业、纺织业、医药制造业、汽车制造业、橡胶和塑料制品业当月同比较前值分别回落 6.2、6.5、7.0、13.9、30.8、8.9 个百分点至-0.1%、0.5%、-6.3%、-3.8%、-31.8%、-8.1%。从已公布数据看，仅有石油和天然气开采业同比较上月提升 1.5 个百分点至 7.2%，增速提高。与之对应，大部分工业产品 4 月产量下滑，其中下游工业品下滑幅度更大，其中发电量、钢材、水泥、金属切削机床、工业机器人、汽车、微型电子计算机、智能手机、发电设备产量同比下滑 4.5、2.6、13.3、22.6、25、38.6、12.9、6.9、35.2 个百分点至-4.3%、-5.8%、-18.9%、-19%、-8.4%、-43.5%、-16.8%、-3.8%、-15.7%。疫情冲击上海、长春等汽车供应链，中国汽车工业协会数据显示，4 月汽车产销量分别为 120.5 万辆和 118.1 万辆，环比分别下滑 46.2%和 47.1%，同比分别下滑 46.1%和 47.6%。

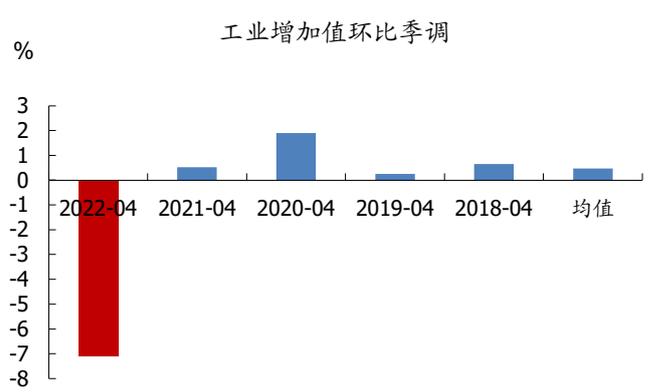
2、受疫情冲击、地产销售低迷等影响，服务业景气大幅下行。4 月服务业生产指数同比大幅下滑 6.1%，较前值回落 5.2 个百分点；累计同比为 0.3%，较 1-3 月下月 2.2 个百分点主，应主要受疫情和地产拖累。如 4 月中国仓储指数再下滑 0.4 个百分点至 46.5%，30 大中城市商品房成交面积同比为-53.8%（3 月是-47%）。

图表 1 工业增加值同比增长大幅下滑



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 2 工业生产环比季调增速大幅走低



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 均值不包括 2020 年

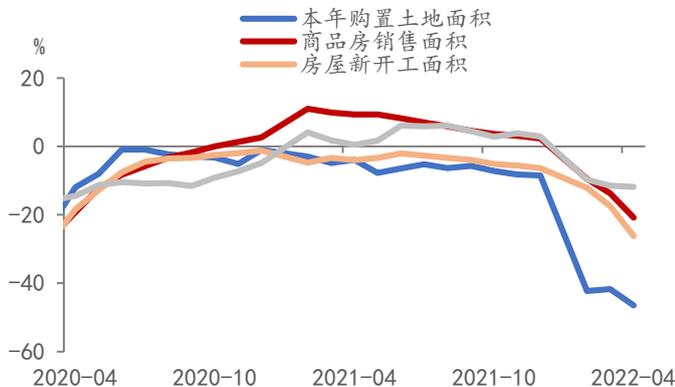
二、固定资产投资: 地产行将见底, 剔除基数效应的制造业投资偏弱, 基建增速有所放缓

4 月固定资产投资累计同比较 3 月下滑了 2.5 个百分点至 6.8%, 三年复合平均增速 4.73%, 连续两个月回落。

1) 地产: 投资回落、拿地销售开工跌幅扩大; 融资端资金压力缓解效果仍不明显但出现积极信号; 需求端政策加快出台但效果取决于居民加杠杆空间和能力。具体看:

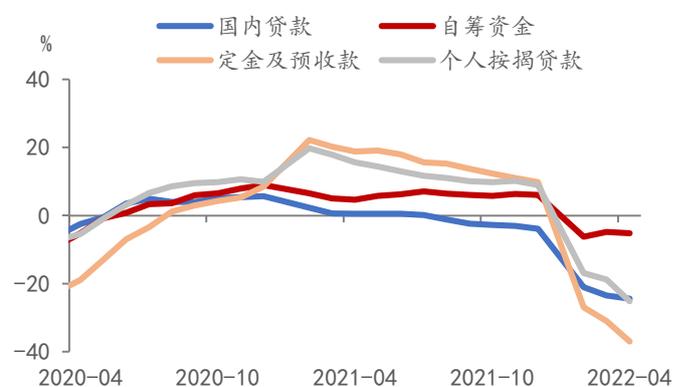
其一, 投资端全线低迷。1-4 月地产投资累计同比较前值回落 2.0 个百分点至 -2.7%, 土地购置费错位要素消退叠加价格因素回落, 投资数据开始反映地产基本面。前端看, 销售、拿地、新开工降幅扩大, 1-4 月商品房销售面积同比 -20.9% (前值 -13.8%), 土地购置面积同比 -46.5% (前值为 -42.3%), 新开工面积同比 -26.3% (前值 -17.5%); 后端看, 竣工面积同比回落至 -11.9% (前值为 -11.9%)。我们以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标, 该指标领先 30 城商品房成交面积约 3 周, 本周全国十城地铁客运量日均 1749.6 万人次、较 3 月初高位下滑 60.8%, 北京、南京、郑州、广州出现明显下行, 总体来看地铁客运量指标尚未见底, 预计疫情防控对地产销售的影响将持续至 6 月底。

图表 3 地产基本面边际恶化



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 地产融资未见改善



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 居民生活和消费半径收缩，地产持续承压



资料来源: wind, 华安证券研究所

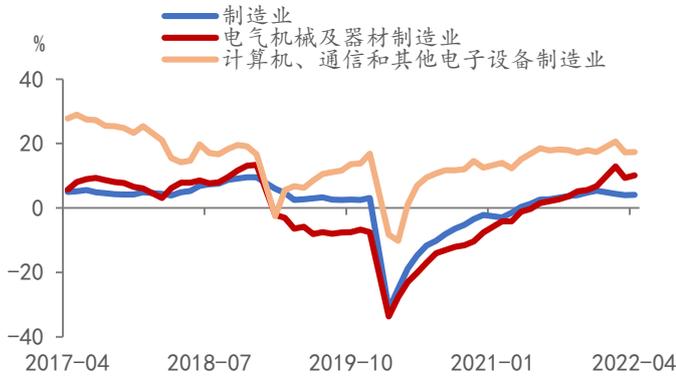
其二，融资出现积极信号、逐步见底。1-3月开发资金来源累计同比-23.6%，结构上表现为“自融企稳、销售相关仍弱”，自筹资金累计同比为-5.2%（前值为-4.8%）、国内信贷累计同比为-24.4%（前值为-23.5%），但定金及预收款、个人按揭贷款受疫情影响，仍呈下行态势。资金端出现积极信号，出险项目方面，央行和银保监会鼓励优质房企发行并购债、并购贷款融资，收并购出险房企的优质项目；预售资金方面，4月29日中央政治局会议定调“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，目前已有山西省以及南京、佛山、吉林、长春等超过10个城市优化预售资金监管办法，房企资金压力有望得到进一步缓解。

其三，需求端宽松效果取决于居民加杠杆空间、能力和意愿。开春以来超过100个城市出台地产宽松政策，4月下旬逐步从三四线城市转向二三线城市，包括上周苏州、南京、长沙等强二线城市的密集松绑，5月15日央行、银保监会宣布下调商业性房贷利率，首套房贷利率为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减20个基点，**中央层面释放积极信号进一步打开了“因城施策”的空间，但地产宽松能否转化为实际地产消费则取决于居民加杠杆的空间、能力和意愿。**加杠杆空间方面，疫情之后的2021-2022年一季度，居民部门杠杆率基本稳定在62%左右、较疫情前略有提升。根据央行《2020年第四季度中国货币政策执行报告》的解释，我国居民杠杆率的特殊性在于其统计了工商户经营性贷款，这部分杠杆属于自偿性债务、具有可持续性，在计算居民杠杆率时应予以剔除，我们测算2022年Q1调整后居民杠杆率为47.4%，较社科院口径的62.1%相差14.7个百分点。47.4%的杠杆率距离65%警戒线仍有差距，也低于发达国家的75.7%和G20的65.1%；加杠杆能力方面，我国高储蓄和高首付比例为居民债务提供了安全垫，同时住户部门可支配收入占GDP比重稳步抬升，从“十一五”期间平均的56.0%上升至“十三五”期间的59.5%，表明住户部门加杠杆能力强于其他部门。但疫情对居民收入造成了结构性冲击，包括财产性收入增速下滑幅度加大、中等收入群体收入恢复好于低收入群体，短期来看收入差距拉大将制约低收入群体加杠杆能力和意愿，长期来看居民收入增速将延续疫情前稳中趋降、与经济增速相匹配的增长形势，对居民小幅稳步加杠杆构成支撑。

2）制造业：高端制造业景气度较高，汽车分项拖累较大。1-4月制造业投资累计同比增长12.2%，基数效应较显著，2022年1-4月制造业投资的三年复合增速为4.1%，低于2021年全年5.4%的两年复合平均增速。分行业来看，计算机通信电子、医药制造、化学制品、电气机械及器材制造等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为17.3%、

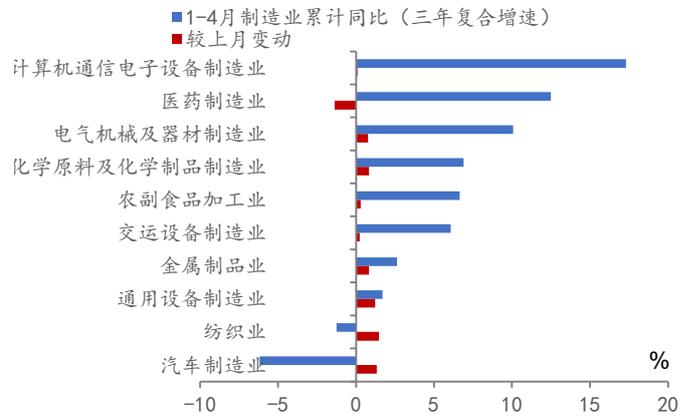
12.5%、10.1%、8.5%，一季度疫情形势较严峻的吉林得到较好控制，汽车制造业投资并未出现进一步下滑，三年复合平均增速为-6.2%、较前值改善了1.3个百分点。

图表 6 制造业投资小幅回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

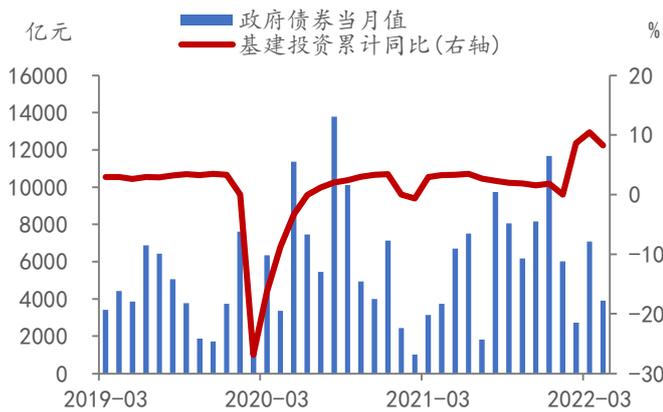
图表 7 高端制造景气度较高, 汽车承压



资料来源: wind, 华安证券研究所

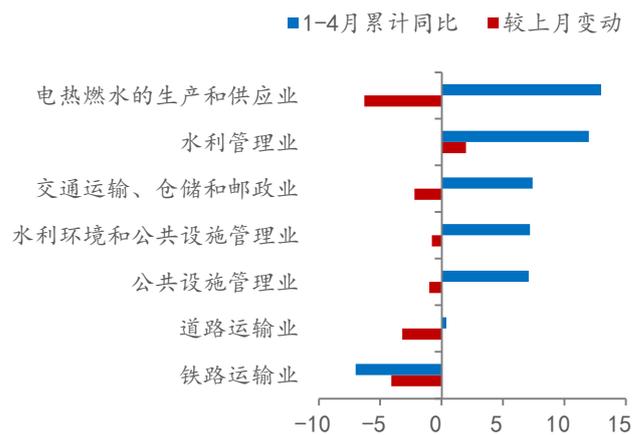
3) 基建投资持续发力, Q2 仍落在 7%-9% 区间。1-4 月广义基建增速为 8.26%，较 2022 年 1-3 月的 10.48% 下滑了 2.22 个百分点，与《一季度经济数据的喜与忧》中我们预测的 7%-9% 较为接近；狭义基建（不含电力）增速 8.5%，前值 8.1%。分行业看，铁路运输和道路运输投资持续低迷，分别为 0.4%、-7.0%，其余行业增速均高于 7%，其中水利管理业投资增速为 12.0%、较前值提高了 2.0 个百分点，作为仅有的环比提高的基建分项，有效落实了 3 月 29 日国常会“新开工一批条件成熟的水利工程，全年投资可完成约 8000 亿元”的部署安排。

图表 8 基建投资小幅放缓



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 9 基建投资仅水利一项环比提高



资料来源: wind, 华安证券研究所

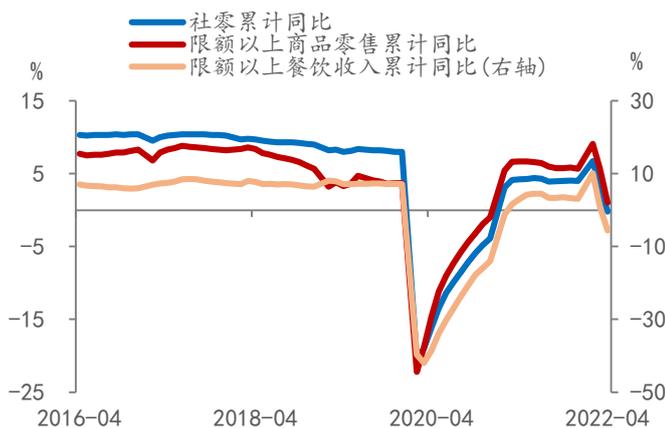
4 月基建增速下行，或为一季度基本发完提前批额度、下一批额度“青黄不接”的体现。财政部要求在 6 月底前完成大部分新增专项债，但地方举债额度需经同级人大或人大常委会批准，省级和市县人大两层流程存在一定时滞，因此 4 月专项债发行放缓、对基建投资构成拖累，5 月、6 月有望逐步提速。向后看，4 月 26 日习近平在中央财经委员会

第十一次会议强调“全面加强基础设施建设”，4月29日政治局会议对其予以确认强化，基建高增长确定性进一步增强。但疫情冲击、大规模减税退税、房企拿地仍谨慎等因素综合作用下，地方财政压力增大，重点城市中宁波、杭州、苏州、南京4月财政收入同比增速为-36.1%、-37%、-49.6%和-54.9%。基建高增速与资金来源之间的矛盾可能会逐步暴露，导致下半年基建投资与2021年截然相反，呈现为“项目等资金”，不过这进一步强化了“特别国债”的发行诉求和可能性。目前来看，预计2022年Q2基建增速仍落在7%-9%区间。

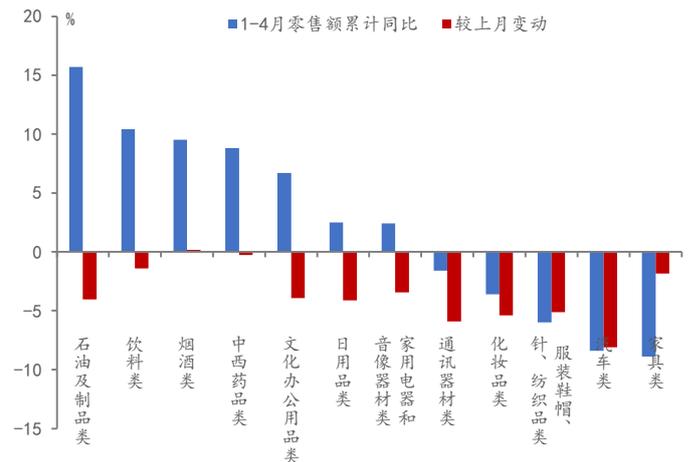
三、消费和就业：疫情重创消费，失业率大幅上行、就业落实进度与2020年相近

1) 消费方面，4月疫情由3月的多点扩散、面广频发逐步转向局部聚集，各地持续压紧落实防控是居民消费意愿和消费水平的主要制约。1-4月社零累计同比转负至-0.2%，较前值降低了3.5个百分点，当月同比-11.1%、较前值降低了7.6个百分点，大幅走弱。分行业来看，必选消费表现优于可选消费、地产后周期受创较重，石油制品、饮料、烟酒、中西药品、文化办公用品累计同比增长15.7%、10.4%、9.5%、8.8%和7.8%，家具、汽车、建筑装饰、家用电器为-8.9%、-8.4%、-0.7%、2.4%。往后看，4月19日发改委表示将重点推动出台释放消费潜力促进消费持续恢复的政策文件，4月25日国务院印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》指出“巩固拓展重点领域消费，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和智能家电下乡，推动品牌消费、品质消费进农村”。我们认为目前疫情拐点已现，后续促消费措施应更注重扭转疫情下的高储蓄低消费态势和精准刺激，例如向低收入群体发放现金、向中高收入群体发放消费券等，从而稳定消费服务市场主体，综合施策提振居民信心、释放消费潜能。

图表 10 疫情多点扩散冲击消费



图表 11 可选和必选消费持续分化，地产后周期受创仍重



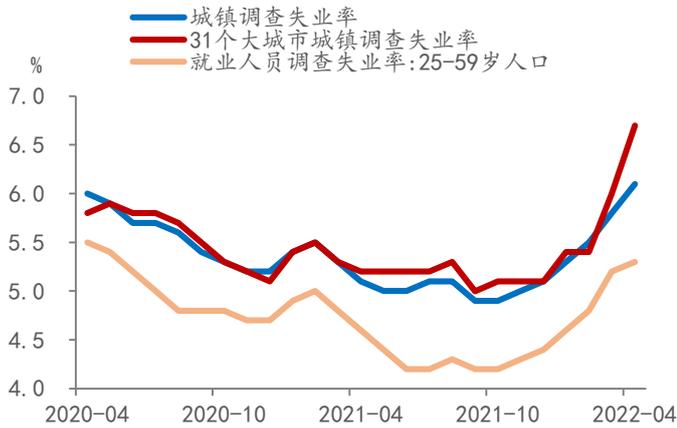
资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021年为两年复合增速

资料来源：wind，华安证券研究所 注：2021年为两年复合增速

2) 就业方面，城镇调查失业率较前值上升0.3个百分点至6.1%，连续两个月高于全年失业率目标。其中，16-24岁就业人员调查失业率上升2.2个百分点至18.2%、25-59岁就业人员调查失业率上升0.1个百分点至5.3%，指向高校和非高校人员就业形势均恶化。我们以“城镇新增就业/城镇当年就业”指标来衡量年内的就业落实进度，2022年3

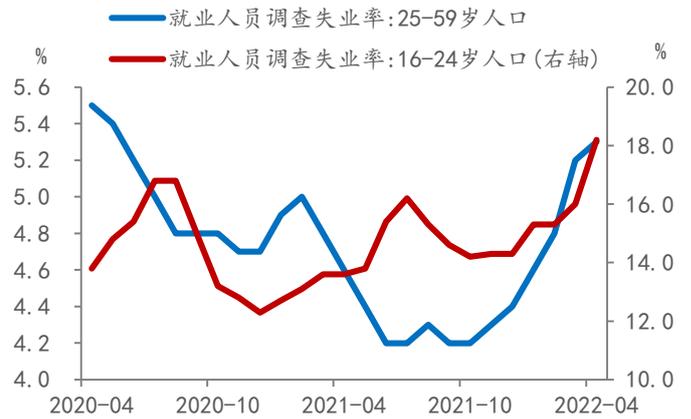
月城镇累计新增就业 285 万人、累计同比-4.0%。中性假设下，今年新增就业 1350 万人，则 1-3 月城镇新增就业/城镇当年就业为 21.1%、落后于去年同期的 23.4%，整体节奏与 2020 年更相近。而高校方面，截至 2022 年 4 月 17 日，全国高校毕业生去向落实率为 23.61%。疫情扰动叠加高校毕业季的到来，二、三季度失业率将继续承压，后续仍需助企纾困政策（尤其是小微精准纾困）快速落细落实，保民生稳就业政策持续稳定发力。

图表 12 失业率持续上行



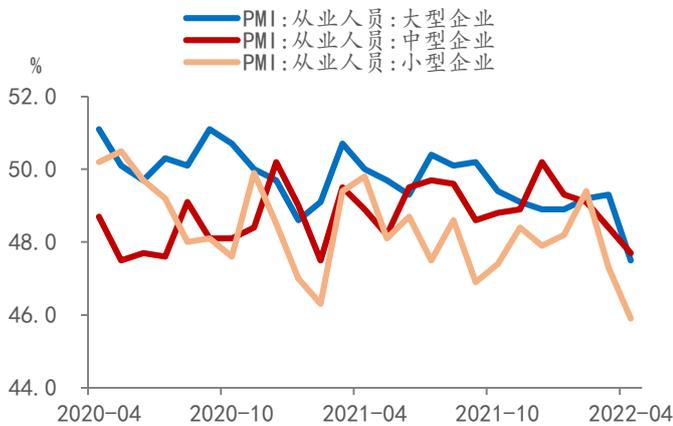
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 高校和非高校群体就业状况均恶化



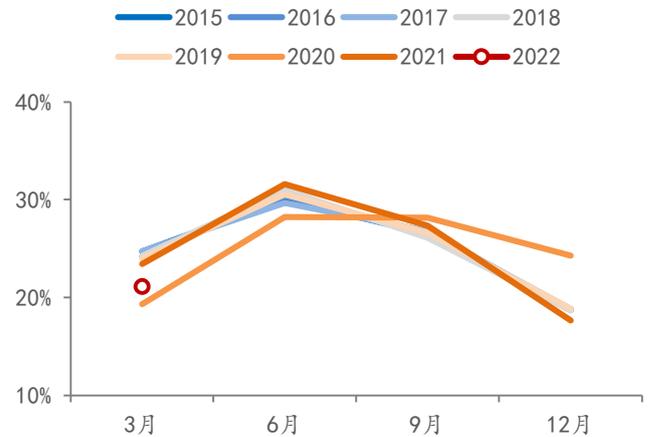
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 小型企业用工形势较快恶化



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 今年城镇就业进度接近于 2020 年



资料来源：wind，华安证券研究所测算

图表 16 “裁员”搜索量 4 月激增



资料来源: wind, 华安证券研究所

四、我们距离 5.5%，还有多远的路要走？

1. 根据 4 月月度数据，采用生产法预测二季度 GDP 同比为 2.1% 左右

我们采用生产法测算二季度 GDP 同比。2021 年第一、二、三产业权重分别为 7.4%、39.5% 和 53.1%，过去五年权重变动不大，后续测算我们以此为基准。为了使测算更加精准地体现疫情的冲击，我们先以高频和月度数据、以及对疫情的估计，测算大致的月度增速，然后以时间为权重，换算得到二季度 GDP 同比。基准假设是 4 月参考已知月度数据，5 月逐步向疫情前回归，6 月基本回到略低于疫情前的增速（但房地产仍低迷）。

1) 第一产业：权重较低，增速波动不大，不予以详细拆解，基准假设下 4-6 月同比增速均为 5.0%，则二季度第一产业 GDP 同比为 5%。

2) 第二产业：第二产业包括工业和建筑业，权重分别为 82.6% 和 17.4%。其中，工业 GDP 同比和工业增加值同比较为一致；建筑业 GDP 同比暂无良好的跟踪指标，这里根据建筑业 PMI 和基建景气度做大致判断。假设 4-6 月工业和建筑业逐步修复，同比增速分别为 -2.2%、3%、6%，则二季度第二产业 GDP 同比为 2.3%。

3) 第三产业：领先指标是服务业生产指数，服务业生产指数剔除了价格因素，同时其服务业类别和 GDP 第三产业相同。2016 年 12 月至今，剔除波动比较大的 2020 年 Q1 和 2021 年 Q1-Q2，两者相关系数为 0.9518，线性关系为 $y = 0.7744x + 1.7631$ 。由 4 月服务业生产指数推算第三产业 GDP，并对 5-6 月服务业分项增速做出假设，即批发零售、交运仓储、住宿餐饮逐步修复，金融、信息技术、租赁商务保持正常增速区间，房地产负增，由此得到第三产业 GDP 同比为 1.6%。

将 4-6 月数据按时间加权，一二三产业按照产业占比加权之后，得到二季度 GDP 同比为 2.1% 左右。当然，随着时间的演化和对后续数据的跟踪，该预测值可能进一步更新。

图表 17 假设二季度疫情逐步受控的 GDP 增速预测

结果汇总	GDP	对二季 度经济的 拉动	第一产业 (农业)	第二产业	工业	建筑业	第三产业	批发 和零售 业	交通运 输、仓 储和邮 政业	住宿 和餐 饮业	金融 业	房地 产业	信息传 输、软 件和信 息技术 服务业	租赁 和商 务服 务业	其他 行业
2022Q2增速预测	2.1		5.0	2.3	2.0	3.3	1.5	-2.4	1.0	-7.3	4.8	-3.5	14.0	4.7	1.9
4月	-1.9	-0.6	5.0	-2.2	-2.9	1.0	-2.7	-9.7	-5.0	-22.0	4.5	-5.0	11.0	3.5	-3.0
5月	2.4	0.8	5.0	3.0	3.0	3.0	1.6	-2.5	1.0	-7.0	4.8	-3.5	14.0	4.5	2.0
6月	5.8	1.9	5.0	6.0	6.0	6.0	5.7	5.0	7.0	7.0	5.0	-2.0	17.0	6.0	6.6
分项占GDP比重(以2021年为准)(%)	100.0		7.4	39.5	32.6	6.9	53.1	9.7	4.1	1.6	8.1	6.8	3.9	3.1	15.9
分项占二/三产比重(以2021年为准)(%)				82.6	17.4			18.2	7.8	2.9	15.1	12.9	7.3	5.8	29.9
分项对GDP拉动率(百分点)	2.1		0.4	0.9	0.7	0.2	0.8	-0.2	0.0	-0.1	0.4	-0.2	0.5	0.1	0.3
历史数据(%)															
2022-03	4.8		6	5.8	6.4	1.4	4	3.9	2.1	-0.3	5.1	-2	10.8	5.1	4.9
2021-12	4		6.4	2.5	3.8	-2.1	4.6	5.9	4	4.7	5.5	-2.9	11.5	5.6	5
2021-09	4.9		7.1	3.6	4.9	-1.8	5.4	7.6	5.9	5.7	4	-1.6	17.1	5.8	5.2
2021-06	7.9		7.6	7.5	8.8	1.8	8.3	9.6	12.7	17.1	4.1	7.1	19.5	5.8	6.2
2021-03	18.3		8.1	24.4	24.4	22.8	15.6	26.6	32.1	43.7	5.4	21.4	21.2	7.9	8.8
2020-12	6.4		4.3	6.7	6.8	5.8	6.6	6.8	8	-0.8	5.9	4.9	21	4.8	4.4
2020-09	4.8		4.1	5.9	5.5	7.3	4.2	3.6	4.3	-8.7	6.8	4.6	20.1	-4.2	2.1
2020-06	3.1		3.5	4.6	4.1	7	1.8	1.6	2	-21.7	6	2.4	17.3	-5.3	-1.1
2020-03	-6.9		-3.1	-9.7	-8.5	-18.2	-5.4	-17.5	-13.6	-39.5	4.9	-7.6	14.6	-6.7	-2
2019-12	5.8		3.4	5	5	4.9	6.9	5.3	5.7	5.3	6.5	2.1	18.6	10	7.1
2019-09	5.9		2.7	4.5	4.2	5.8	7.4	5.5	6.9	5.9	6.5	3.9	21	8.7	7.4
2019-06	6		3.3	4.7	4.7	4.7	7.2	5.9	6.6	5.6	7.1	2.1	23.2	7.5	6.6
2019-03	6.3		2.7	5.3	5.2	5.8	7.2	5.7	6.8	5.2	6.5	2.2	24.3	8.5	6.5
2018-12	6.5		3.5	5.8	5.7	6.4	7.8	5.9	8.8	6.1	6.2	1.8	26.2	9.4	7.9
2018-09	6.7		3.6	5.3	5.9	2.9	8.3	6.7	8.3	6.5	5.2	3.8	29.6	11.1	8.1

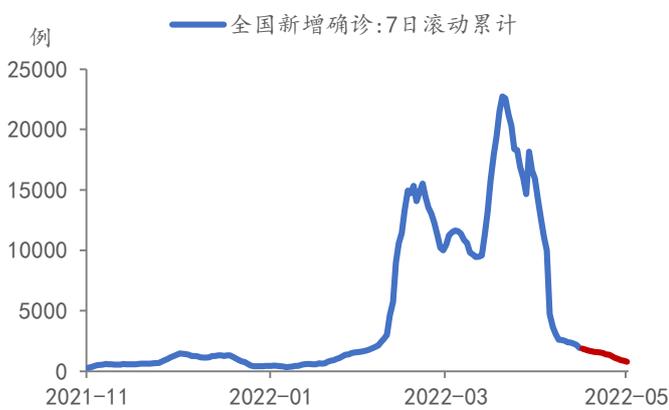
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

2.分地区法测算疫情对 Q2 GDP 的冲击约为 1.6 个百分点

截至 5 月 15 日, 全国新增确诊(7 日滚动累计值)快速下行至 1915 例, 已接近 3 月 6 日水平, 我们预计 5 月新增确诊约 6000 例, 6 月进一步降至 3000 例、持平 1 月和 2 月, 即基本进入“常态化”。

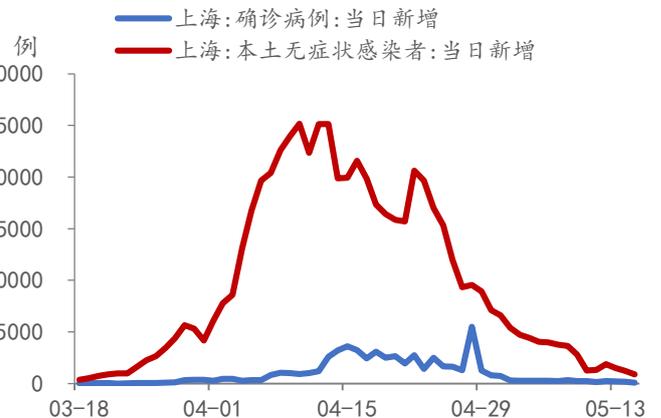
4 月全国确诊病例为 65486 例, 5 月、6 月预计为 6000、3000 例, 其中上海、吉林、广东和北京影响较重, 我们根据确诊病例和 GDP 的映射关系测算疫情对各省 Q2 的冲击, 并按 GDP 加权后得到为 0.8 个百分点, 同时假设 3 月、4 月疫情对下月造成次生冲击, 假设次生冲击为直接冲击的一半, 得到疫情对 Q2 的冲击约 1.6 个百分点。以 4.5%-5.0%为基准, 则加上一个 1.6 个百分点的向下冲击, Q2 当季 GDP 同比落在 2.9%-3.4%。

图表 18 预计 6 月疫情进入“常态化”



资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 19 上海疫情修复向好



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 分省市测算疫情对二季度 GDP 冲击

	新增确诊	疫情直接冲击	疫情次生冲击	总计
2022M1	3825			
2022M2	3386			
2022M3	41563	0.5%		0.5%
2022M4	65486	0.8%	0.3%	1.1%
2022M5	6000	0.1%	0.4%	0.5%
2022M6	3000		0.1%	0.1%
2022Q2	74486	0.9%	0.7%	1.6%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

3.我们距离 5.5%的增速, 还有多远的路要走?

1) 若以生产法测算为基准, 即 4 月数据较差, 5-6 月稳步恢复, 则二季度 GDP 同比 2.1%, 全年完成 5.0% 以上要付出较大努力, 实现 5.5% 需要极大努力。若第一产业不做调整 (与正常情况差距不大), 仅调整第二产业和第三产业增速。分部门来看, 在二季度受疫情影响之下, 全年完成 5.0% 的增速需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 6.3%-6.4% 左右, 实现 5.5% 需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 7% 以上。

2) 若以分省测算为基准, 即疫情对二季度 GDP 拖累大概 1.6 个百分点左右, 二季度 GDP 同比落在 2.9%-3.4%, 这里取二季度 GDP 同比 3.0%, 则全年完成 5.0% 以上问题不大, 但实现 5.5% 仍需要付出极大努力。若第一产业不做调整 (与正常情况差距不大), 仅调整第二产业和第三产业增速。分部门来看, 在二季度受疫情影响之下, 全年完成 5.0% 的增速需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 5.9% 左右, 实现 5.5% 需要 Q3 和 Q4 GDP 同比在 6.8%-6.9%。

图表 21 二季度 GDP 2.1% 情况下, 年底达到 5.0% 对应的 Q1-Q4 经济增速

年底达到 5.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	2.1%	5.0%	2.3%	1.6%	3.4%	5.4%	3.9%	2.8%
2022Q3	6.3%	5.0%	6.1%	6.6%	4.4%	5.2%	4.7%	4.1%
2022Q4	6.4%	5.2%	6.5%	6.6%	5.0%	5.2%	5.2%	4.8%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 22 二季度 GDP 2.1% 情况下, 年底达到 5.5% 对应的 Q1-Q4 经济增速

年底达到 5.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	2.1%	5.0%	2.3%	1.6%	3.4%	5.4%	3.9%	2.8%
2022Q3	7.1%	5.2%	6.9%	7.6%	4.7%	5.3%	4.9%	4.4%
2022Q4	7.4%	5.3%	7.2%	7.9%	5.5%	5.3%	5.6%	5.4%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 23 二季度 GDP 3.0%情况下，年底达到 5.0%对应的 Q1-Q4 经济增速

年底达到 5.0%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	3.0%	5.0%	2.9%	2.8%	3.8%	5.4%	4.2%	3.4%
2022Q3	5.9%	4.8%	5.7%	6.3%	4.6%	5.1%	4.7%	4.4%
2022Q4	5.9%	5.0%	6.0%	6.0%	5.0%	5.1%	5.1%	4.8%

资料来源：wind，华安证券研究所测算

图表 24 二季度 GDP 3.0%情况下，年底达到 5.5%对应的 Q1-Q4 经济增速

年底达到 5.5%	当季同比				累计同比			
	GDP	第一产业	第二产业	第三产业	GDP	第一产业	第二产业	第三产业
2022Q1	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%	4.8%	6.0%	5.8%	4.0%
2022Q2	3.0%	5.0%	2.9%	2.8%	3.8%	5.4%	4.2%	3.4%
2022Q3	6.9%	5.1%	6.8%	7.3%	4.9%	5.3%	5.1%	4.7%
2022Q4	6.8%	5.2%	6.9%	7.0%	5.5%	5.2%	5.6%	5.3%

资料来源：wind，华安证券研究所测算

4.信用经济走弱，稳增长政策持续性将超预期

4月信贷社融总量、结构均差，反映了疫情冲击蔓延、地产低迷、消费不振；4月经济数据走弱，往后看，在二季度疫情扰动下，全年实现 5.5%增速需要付出极大努力，因此稳增长政策仍需继续加速加码，且持续性将超预期。维持此前判断：

1) 货币政策方面，央行指出“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但同时关注物价稳定和海外货币政策，叠加美联储可能鹰派加息，预计国内短期全面降准降息较难，将更注重运用结构性货币政策加大对农业、小微、科技、养老、物流、双碳等支持，且可能通过压降存款利率的方式降低贷款利率。考虑4月降准 25bp 以及4月最后一周新发生存款加权平均利率下降 10 个基点，预计最快 5 月 LPR 可能下调，从而推动降低企业综合融资成本。

2) 房地产政策方面，在 429 政治局会议“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”的要求下，各地“花式松地产”，包括限售、公积金贷款、首付比例限制等放松，鼓励青年英才购房，房贷降价，加大安居房、保障性租赁住房 and 公租房供应力度等。央行、银保监会近期也下调首套房贷利率下限 20bp。预计后续“稳地产”政策将在供需端进一步加码，按揭、开发贷等房地产贷款也将有序投放。

3) 财政政策方面，专项债更加前置、做好减税降费工作，增量工具安排方面特别国债、消费券等都是可选工具，将进一步做好扩基建、稳地产、稳外贸、促消费工作。

风险提示

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。